

## 人民币汇率向何处去

今年四月以来，人民币汇率（兑美元，下同）再度进入贬值通道。特别是六月中旬以来，受中美贸易摩擦升级的影响，美元兑人民币汇率快速攀升。市场上对人民币贬值的担忧开始增加，居民集中购汇又在一些地方开始出现。随着中国经济金融对外开放的不断深化，人民币汇率的双向波动已经成为常态，关键要理解汇率升或贬背后的逻辑。人民币汇率会向何处去？今天，我们比以往更加需要运用系统的方法和理性的分析，这既有利于居民财富保值增值，也利于金融体系健康稳定发展。

### 一、此轮贬值是对美元指数升值的滞后反应

❖ 随着人民币汇率形成机制市场化改革进程，人民币汇率走势与美元指数呈高度相关关系。2016年以来，两者的相关系数达到0.85。虽然如此，近两年间人民币汇率和美元指数的关系还是出现过两次较为明显的偏离：第一次是2016年1至4月，美元指数下跌近6%，而人民币表现稳定（升值0.7%）；第二次则是今年4月至6月中，美元指数突破90整数位后快速升值到95附近，但同期人民币同样表现稳定（贬值1.7%）。

不过，美元指数对人民币汇率的牵制作用可能“迟到”，但并不会“缺席”。从上述两次偏离的后续表现来看：第一次偏离的修正发生在2016年下半年，人民币补跌5%；第二次修正则在今年6月15日之后，人民币汇率在一个月内快速贬值至6.8附近。虽然此轮贬值发生的时点正值美国宣布对中国500亿美元进口货值的商品加征25%关税之时，但外汇市场还是基本有效的，人民币此轮贬值基本上是对前期美元指数破位上升的滞后反应。

图1：人民币汇率和美元指数走势的两次“偏离”



资料来源：万得、招银国际研究

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：[dinganhua@cmbi.com.hk](mailto:dinganhua@cmbi.com.hk)

## 二、利率平价和跨境资金流动对人民币汇率走势的解释

❖ 随着我国利率市场化改革和金融对外开放进程，人民币汇率走势大致遵循利率平价的解释。利率平价理论通常用于解释汇率的变动，它是指在两国利率存在差异的情况下，资金将从低利率国流向高利率国以谋取相对高的收益，从而导致高利率国的货币升值，低利率国的货币贬值。2015年“8.11”汇改以来，人民币兑美元汇率与中美利差变化总体上是高度相关的。从去年下半年到今年上半年，人民币汇率与利率平价的关系出现了的背离，即中美利差（按两国10年国债收益率之差计）收窄，而人民币还在升值，最低的时候中美利差缩窄到只有60bp，明显低于中美利差的长期趋势区间。

图2：人民币汇率与中美利差总体上高度相关



资料来源：万得、招银国际研究

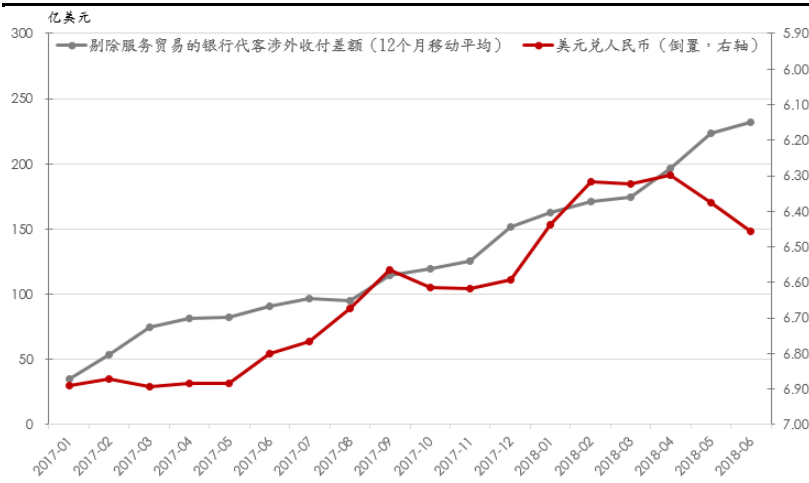
❖ 为什么会出现这种背离？是什么因素支撑了人民币汇率在中美利差收窄的背景下依然保持稳定？从跨境资本流动数据看，有两个因素对人民币汇率在中美利差收窄的情况下形成短期支持：

一是我国紧信用的政策环境，企业表外融资渠道受限，信用环境收紧，信用债发行利率大幅攀升。受“去杠杆”政策冲击最大的就是房地产企业和政府平台企业，部分企业迫于无奈纷纷开始寻求海外融资的方式来缓解境内融资的困境。而且，在国内信用债利率上升的背景下，今年一季度海外发债还具有一定的成本优势。一个证据是，今年1~5月境内房地产企业、地方政府平台的境外发债规模达到700亿美元和39亿美元（合计739亿美元），为去年同期的5.2倍。通常情况下，境内企业境外融资后会在2~3个月内将资金调回国内结汇，进而对人民币汇率形成支持。今年4、5月，银行代客结售汇差额由负转正、大幅上升，分别达到147亿美元、225亿美元（合计顺差371亿美元）。如果剔除服务贸易项，银行代客结售汇4~5月实现顺差达739亿美元（月均369亿美元），较2017年以来的均值几乎翻番（188亿美元）。

二是我国金融加快开放带来的国际资本流入也对人民币汇率形成了有效支撑。伴随资本账户的进一步开放，证券项下的国际资本流入显著提升。最新的债券托管数据显示，境外机构已连续16个月增持人民币债券，今年上半年合计增持3,995亿人民币（约625亿美元）。其中，在6月人民币汇率创下1994年以来最大单月跌幅的背景下，境外机构6月仍然增持人民币债券1,115亿元（约173亿美元）。今年上半年“陆股通”的净流入资金也达1,602亿元（约251亿美元），其中6月北上资金受股市和汇市调整流入放缓，不过仍然实现净流入285亿元（约45亿美元）。海外投资资金的涌入，一方面表明人民币资产的吸引力上升，另一方面也反映出境外机构并未形成人民币汇率持续贬值的预期。

- ❖ “剔除服务贸易的银行代客涉外收付差额”与人民币汇率走势高度相关。2017年以来，两者的相关系数达0.93。表明企业的结汇购汇需求对人民币汇率的走势有着较大影响。这很大程度上可以解释人民币汇率相对于美元指数走势的短暂偏离。2018年4-5月，虽然美元指数大幅走高，但由于企业结汇需求上升对人民币汇率形成支撑，人民币汇率并未出现大幅贬值。

图3：2017年以来银行代客涉外收付与人民币汇率高度相关



资料来源：万得、招商银行研究所

### 三、“贸易战”对人民币汇率的影响具有事件冲击的特征

- ❖ “事件冲击”对汇率的影响已广为人知。虽然特朗普一直扬言对中国进口商品加征关税，但金融市场对中美两国就贸易问题的几轮谈判的成果抱有期望，对特朗普的出尔反尔估计不足。6月15日开始人民币兑美元快速贬值，可见“贸易战”对人民币汇率的影响具有典型的事件冲击的特征。
- ❖ 事件冲击，有各种各样的解释模型，例如汇率超调模型、新闻模型等。事件冲击在短时间内剧烈改变人们的预期。2014年美联储退出量化宽松预期升温后，美元开始快速升值；2015年初瑞士央行弃守1:1.2的欧元兑瑞士法郎防线，导致瑞郎大幅升值；2016年英国公投脱欧，英镑大幅贬值等，都是典型的事件冲击例子。这一类影响的特征是短期反应过度，不确定性消退后归于平静。长期看，如果事件冲击是暂时性的，那么汇率最终会回到最初的均衡水平，比如瑞士法郎兑欧元汇率在弃守后快速升值，但三个月内又基本回到了弃守前的水平；如果事件冲击是永久的，改变了经济基本面，那么汇率走势就很难回到原来的水平，比如说英国脱欧，英镑汇率虽然在大跌后有所反弹，但再也没能回到之前的水平。此次贸易摩擦升级对人民币汇率的冲击，后续影响如何，取决于下一步双方冲突是继续恶化，还是走向缓和。

### 四、人民币汇率走势展望

- ❖ 今年以来，人民币汇率走势将更加直接地受到中美两国宏观经济和货币政策的左右。一是从利率平价的角度，中美货币政策的分化已经开始对人民币汇率带来贬值压力。今年美国经济表现强劲，年内加息的预期次数上升；而我国央行两次定向降准，“宽货币、紧信用”的避险情绪推动无风险国债利率下行，“一升一降”使得中美利差承压，人民币汇率走弱。二是中美贸易摩擦升级，可能拖累中国的出口表现和经济增速，也对人民币汇率形成贬值压力。

❖ 但是，我们预计在此轮人民币兑美元快速贬值之后，并不存在持续单边贬值的基础。人民币大概率将维持双向加剧波动的格局，年内不会“破七”。理由是：

第一，美元指数进一步上行空间有限。美元指数在4-5月快速上行后在95附近震荡盘整，已较为充分地反映了美国经济基本面和货币政策的变化的预期。随着减税刺激力度的边际下降、结构性财政赤字以及中美贸易摩擦很可能为美国经济的持续复苏蒙上阴影，今年第四季度美国经济增速可能回落。从自然利率（natural rate of interest）的角度看，美联储未来加息空间有限，明年底或后年初美国的政策利率就将达到中性水平，美国经济可能重新进入衰退。而且美联储“缩表”的力度也显著低于预期，很大程度上折射出美国“紧货币”、“宽财政”宏观政策之间的矛盾。此外，随着欧央行退出量化宽松进入加息周期，欧元可在下半年将重获支撑，进而制约美元指数进一步上行，估计此轮美元指数上行的高点不会达到2016年底的103的水平。

第二，贸易战的悲观预期已经充分反映。我国已多次承诺不会先于美国实施加征关税的措施，因此中美贸易摩擦的走向很大程度上取决于美方的态度和立场。随着中美贸易摩擦对美国负面影响的扩大和深化，特朗普政府可能不得不重新评估其在贸易战中的立场。贸易战没有赢家，对美国经济的负面影响已经开始显现。例如中美贸易摩擦抬升了美国制造商所使用的中国零部件的价格，损害了美国公司的竞争力。今年3月美国对进口钢铁征收25%的关税以来，美国的钢价上涨已超过30%，这最终将损害美国消费者的福利。

第三，中国加快对外开放进程，海外资金预计将持续流入。我国金融市场规模日益庞大，且极具发展潜力，与发达国家金融市场相比收益相对较高、相关度相对较低，对于境外机构资产配置多元化有着极为重要的意义。随着人民币国际化程度的日益提高，人民币资产也日益受到各国央行的青睐。从这个角度便不难理解今年6月境外机构在人民币汇率快速贬值的情况下仍然大幅增持我国国债。展望未来，中国跨境资本流动有望大体平衡，商品贸易顺差减少，服务贸易逆差减少，资本项目可望出现顺差。

❖ 总结一下，在全球贸易周期影响下，我国的出口增速本就趋于下降，叠加贸易摩擦加剧，以及国内扩大进口政策的影响，我国贸易顺差可能大幅缩小甚至出现逆差。在这种背景下，人民币面临贬值压力。但是，考虑到美元指数年内大概率冲高回落，只要美元指数不会突破上一轮的高点，而我国的经济增速不低于6.5%，人民币兑美元汇率年内不会“破七”。



## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。